资本市场制度型开放的内在机理与法治因应

冯　果

(武汉大学 法学院, 武汉 430072)

摘　要: 由管道式、单点式的局部性开放向规则、规制、管理、标准等制度型开放转型,是中国资本市场正在经历的一场系统性变革。资本市场制度型开放具有基础性、整体性、确定性、内生性、前瞻性与引导性等内在特征,并由此决定了其市场化和法治化运行逻辑。为此,应秉承市场化导向,坚持法治化原则,立足“引进来”和“走出去”两重面向,着力打造资本市场开放创新、风险防控、国际合作协调三大机制,协调处理好国际规则与国内规则、对外开放与稳定发展、本土实际与境外经验、市场需求与制度供给四组关系,稳步推动基础设施、主体、工具、资本和制度五大要素的全方位开放,通过法治建设型塑高质量的资本市场制度型开放。

关键词: 资本市场;制度型开放;法治化进路

中图分类号:D912.29　　**文献标识码:**A　　**文章编号:**1000-5919(2023)05-0164-11

开放是国家繁荣发展的必由之路。以开放促改革、促发展,是我国现代化建设不断取得新成就的重要法宝。在逆全球化浪潮兴起、国际贸易规则面临重塑以及国内发展机遇与挑战并存的背景下,中国政府坚定走开放发展之路,对外开放的大门不仅没有关闭而且越开越大。从 2018 年底中央经济工作会议首次提出“制度型开放”的总体要求,到 2019 年底党的十九届四中全会明确提出“推动规则、规制、管理、标准等制度型开放”,再到 2022 年党的二十大进一步明确“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”,我国对外开放不断向制度层面纵深推进,中国资本市场的对外开放也在不断朝向新的更高层面迈进。

一、制度型开放:资本市场开放范式的新飞跃

自最早的股份制公司荷兰东印度公司成立,到最早的资本市场荷兰阿姆斯特丹证券交易所建立,全球资本市场至今已走过 400 余年的漫长历史。① 然而,真正意义上的中国资本市场方才进入而立之年,后发的中国资本市场现已基本走完西方几百年的金融道路,“摸着西方历史经验的石头过河”的阶段正在接近尾声。中国资本市场正在经历一场由以管道式、单点式开放为主的局部性开放转向以规则、规制、管理、标准等制度建设为核心的全面性开放。

(一)渐进式的资本市场开放的过往实践

我国资本市场是改革开放的产物。1990 年 12 月,上海证券交易所正式开始挂牌交易,开启了中国资本市场的航程。资本市场建设伊始,我国政府就坚持开门办市场,坚持在改革中发展、在开放中进步,中国资本市场发展之路也是资本市场对外开放之路。回顾中国资本市场的对外开放,大致经历了以 B 股市场为代表的“前期探索阶段”、以 QFII/RQFII 制度为代表的“单向开放阶段”以及沪深港通等为代

收稿日期:2023-04-02

作者简介:冯果,男,河南南阳人,武汉大学法学院教授。

基金项目:国家社科基金重大项目“我国资本市场制度型开放的法律体系构建研究”(项目编号:22&ZD204)。

① 查尔斯·金德尔伯格:《西欧金融史》(第二版),徐子健、何建雄、朱忠译,北京:中国金融出版社 2010 年版,第 209 页。

表的“双向开放阶段”三个历史时期。①

首先是 20 世纪 90 年代以 B 股市场为代表的“前期探索阶段”。20 世纪 90 年代,我国资本市场成立初期,为了拓宽境内公司融资渠道,便利境外投资者投资境内股票市场,设立了 B 股市场。B 股市场承载着为上市公司筹集外汇资金和作为中国资本市场开放试验田的双重使命,为后期更为全面的开放进行了有益探索。为了避免因外资资本流动对刚刚成立的 A 股市场产生不必要的影响,我国实行境内投资者只能投资 A 股、境外投资者只能投资 B 股的 A、B 股市场完全隔离的开放政策。B 股市场的建立虽然为境外投资者投资中国资本市场提供了一种途径,但占主导地位的 A 股市场依旧对境外投资者关闭。该阶段体现的是外资对于 B 股市场的单点式投资,属于单点式开放。

随着中国于 2001 年正式加入世界贸易组织,我国资本市场的对外开放明显提速,开始步入以 QFII(合格境内机构投资者)和 QDII(合格境外机构投资者)为核心的“单向式开放”阶段。为推动中国资本市场进一步开放,我国政府分别于 2002 年、2007 年及 2011 年推出了 QFII(合格境外机构投资者)制度、QDII(合格境内机构投资者)制度及人民币 RQFII(合格境外机构投资者)制度,为境外投资者投资境内市场和境内投资者投资境外证券市场提供了必要的制度通道。但无论是在 QFII、RQFII 还是在 QDII 的制度框架下,资本市场的开放均是单向且有限额的。境外投资者需要通过 QFII 和 RQFII 在规定的限额内投资于国内证券市场,而境内投资者则需要通过 QDII 投资于境外证券市场。

以 2014 年 11 月 17 日沪港通启动为标志,中国资本市场开始迈向资本市场开放的第三个阶段——双向开放阶段。2014 年 11 月,沪港通正式启动,这为上海交易所市场与香港交易所市场建立了方便的连接通道,第一次实现了中国资本市场的双向开放。在沪港通的支撑下,内地投资者可以方便、直接地投资香港市场,而香港投资者也可以同样便捷地投资内地市场。此外,2015 年内地与香港实施基金互认制度,并取消外债发行的额度审批,转为备案登记制。同时,中国政府又于 2016 年和 2019 年进一步开通深港通、沪伦通。至此,中国资本市场双向开放水平快速提升。② 相较于 QFII 和 RQFII,沪深港通、沪伦通对现金流动的限制更少,且无主体资格的备案/审批要求,资金流动更加便捷。目前,沪深港通已取代 QFII/RQFII,成为外资机构参与 A 股市场交易的主要路径。

我国资本市场开放的进程也是我国资本市场能力禀赋不断提升的进程,我国资本市场的开放史本质上就是一部能力建设史,它体现并遵循了“以开放促改革”的基本逻辑。在前期探索阶段,由于上交所、深交所刚刚成立,我国资本市场各项基本规则不成熟甚至处于缺失状态,资本市场通过设立 B 股市场,不断识别我国资本市场制度短板,推动了我国《证券法》的出台和资本市场基本制度框架的确立。随着我国资本市场基本运行规则的定型,加之十来年单点式开放经验的积累,尤其是面对加入世贸组织后承兑金融市场开放的压力,中国资本市场开始逐渐转向 QFII 等“单向式开放”。在该阶段,虽然有严格的额度限制与行政审批,但每一项开放均制定了相应的监管规则。进入新时代以来,我国资本市场的基本规则日臻完善,单向式开放不再满足市场对效率的要求,由此拉开了双向开放的序幕,资本市场对外开放也进入了“小步快跑”阶段,“保证安全,提升效率”成为此阶段的标志。从资本市场对外开放的三个阶段来看,与资本市场对外开放进程相伴的是我国资本市场能力禀赋不断提升的过程:从基本规则的缺失到针对性建设再到趋于完善。

---

① 参见胡汝银、廖士光、邓斌:《中国资本市场演进的基本逻辑与路径》,上海:格致出版社 2018 年版,第 2—3 页。

② 2017 年 7 月 3 日,债券通正式上线,其中,“北向通”率先上线,“南向通”亦于 2021 年 9 月 24 日上线。2018 年 6 月,MSCI 将 A 股纳入新兴市场指数,226 支个股以 2.5%的纳入因子加入 MSCI 新兴市场指数,同年 9 月,纳入因子提升至 5%,2019 年提升至 20%;2018 年 9 月 27 日,富时罗素指数正式宣布将 A 股纳入;2018 年 12 月 6 日,标普道琼斯指数宣布将 A 股纳入;2020 年,摩根大通宣布将 9 只中国政府债券纳入全球新兴市场政府债券指数系列。这为更多主动型基金配置 A 股资产,提升 A 股市场的竞争力和吸引力铺就了道路。

作为新兴市场,我国资本市场对外开放很重要也很直接的一个目的就在于,学习成熟资本市场的先进经验,识别并发现中国资本市场的基础性缺陷,提升我国上市公司的治理能力,进而强化我国资本市场的能力建设,是一种典型的“学习型开放”和“追赶式开放”。

正是基于特殊的发展阶段,我国资本市场的开放呈现出渐进式、局部性和政策性特征。渐进式在横向维度体现为单点开放到双向开放的开放范围扩张,在纵向维度上则体现为审批管制程度、资金额度限制等开放度的不断深化。局部性则体现为主体的局部性、产品的局部性和区域的局部性,无论是“引进来”还是“走出去”,也无论是投资主体还是融资主体,均伴有主体范围的限制,涉及的金融产品也是一种项目型、要素型开放,且带有明显的行业限制与地域限制。就制度建设而言,局限性还体现在比较注重规则制定,而忽视规制、管理和标准与国际规则的对接。由于采取的是渐进式和局部实验性开放进程,在资本市场开放的过程中,通常是政策先行,政策主导色彩非常浓厚,缺乏制度的稳定。

应该说,我国资本市场这一开放进程与我国资本市场的发展进程是相辅相成的,是基于境内市场具体情况而作出的应对式选择,符合资本市场建设和发展的一般规律。资本市场过去实施的局部试点和创新政策,已经取得了显著效果,有效支持了国内经济发展,提升了国内资本市场全球竞争力,但其不足和局限也十分明显,其中最突出地表现为缺乏整体的制度设计。即使建立在“双向开放”基础上的资本市场对外开放,其关注的也主要是与“引进来”和“走出去”相关的通道规则,制度改革或政策调整基本上围绕如何降低外资准入门槛、减少行业限制以及实现资本市场互联互通、解决投融资跨境双向流通通道等“门槛式开放”进行,规则设计集中于资本要素进入和流出的边境规则,并没有将制度建设和开放的重点向边境后规则延伸。面对新征程新挑战,如何通过资本市场高水平开放实现资本市场高质量发展,助推中国式现代化,便成为新时代资本市场建设的关键问题。

(二)制度型开放:资本市场高水平开放的新范式

资本市场制度型开放源于“制度型开放”这一上位概念,是制度型开放在资本市场的具体体现。制度型开放是与商品和要素流动型开放相对的一个概念,是党中央基于对外开放过程中的宝贵经验及统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局所作出的重大举措,也是党和国家为推动构建人类命运共同体,弘扬“和平、发展、公平、正义、民主、自由”的全人类共同价值的重要体现。

中国共产党向来高度重视总结历史经验。党的十八大以来,我们党对改革开放和制度建设有了更加深刻的认识,把“推进高水平对外开放”作为“加快构建新发展格局,着力推动高质量发展”的重要内容,把制度建设摆到更加突出的位置,从而提出了制度型开放、制度化发展等一系列新理念新思想新论断。2018 年中央经济工作会议指出,要推动全方位对外开放,适应新形势、把握新特点,推动由商品和要素“流动型开放”向规则等“制度型开放”转变,这是我国首次提出“制度型开放”的概念。2019 年底党的十九届四中全会进一步提出“推动规则、规制、管理、标准等制度型开放”。党的二十大报告再次强调,“推进高水平对外开放”“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”。如果说商品和要素流动型开放就是出口进口、资本及其他要素引进来与走出去的开放,是注重商品要素本身的物质方面的话,制度型开放则是聚焦规则与制度层面的开放。从商品和要素流动型开放向制度型开放的转变标志着我国对外开放步入了新的发展阶段,要求我们既要主动对标和对接国际先进规则,清理国内不合理、不相容的法律法规,形成与国际通行规则相衔接的、规范透明的基本制度体系和监管模式,也要把我们自己的领先规则向国际社会推广,接受检验,变成国际规则,以此形塑高水平开放。这是从我国自身发展实践出发的历史必然选择,也是我国顺应经济全球化发展变化的主动作为,更是构建开放发展新格局的客观需要。

资本市场制度型开放是落实中央部署、推动资本市场高水平开放和高质量发展的重要举措。如前所述,在过去的三十多年里,中国资本市场对外开放主要是基于产品、资本等准入环境的“边境开放”,强调要素流动的自由化、便利化。习近平指出:“经济全球化大致经历了 3 个阶段。一是殖民扩张和世

界市场形成阶段,西方国家靠巧取豪夺、强权占领、殖民扩张,到第一次世界大战前基本完成了对世界的瓜分,世界各地区各民族都被卷入资本主义世界体系之中。二是两个平行世界市场阶段,第二次世界大战结束后,一批社会主义国家诞生,殖民地半殖民地国家纷纷独立,世界形成社会主义和资本主义两大阵营,在经济上则形成了两个平行的市场。三是经济全球化阶段,随着冷战结束,两大阵营对立局面不复存在,两个平行的市场随之不复存在,各国相互依存大幅加强,经济全球化快速发展演化。”①商品和要素自由流动是第三阶段经济全球化的主要议题,而过往中国资本市场的对外开放体现的正是该阶段的基本特征。在此阶段里,中国资本市场主要任务在于:学习并接受成熟资本市场的规则体系,扩大并升级资本要素的开放水平,逐步允许外资进入资本市场更多的细分行业。此阶段的中国资本市场对外开放,主要集中于“边境规则”的开放,所有开放措施均直接对标“引进来”抑或“走出去”,基本上属于以要素自由流通为核心的“门槛式开放”②。

资本市场制度型开放是应对国际经济摩擦和国际金融竞争的有力武器。随着第三阶段的经济全球化接近尾声,尤其是中美之间由“微观经济摩擦”转向“综合性制度摩擦”的现实背景,③美西方对中国的遏制由商品货物转向金融服务,由关税壁垒转向制度打压,由此,针对资本市场的制度竞争与制度挤压成为新一阶段美西方遏制中国发展的主阵地,拜登政府执政以来针对中国上市公司、资本市场釜底抽薪式的制度型遏制便是例证。对此,铃木教授(Suzuki)统计分析了近 50 年来美国所开展的 301 调查案件,发现美国所关注的问题逐渐从关税、配额、待遇等“边境措施”转向政策、制度等“边境后措施”。④正如习近平总书记所指出的那样:“制度优势是一个国家的最大优势,制度竞争是国家间最根本的竞争”⑤。流动型开放是依靠要素禀赋、比较优势和世界工厂得以发展,而制度型开放则要求从要素红利向规则红利过渡,寻求更高水准的制度优势,以解决当前的制度壁垒、贸易摩擦并构筑新的比较优势,实现由过去的“硬联通”到未来的“软联通”。⑥ 资本市场的竞争核心同样在于制度竞争,而国际资本市场的竞争绝不是简单的“边境规则”的竞争,必然延伸至“边境后规则”。因此,资本市场由要素和商品流动型开放向制度型开放是应对复杂国际局势,确保资本市场高水平开放和高质量发展的有力武器。

资本市场制度型开放是中国特色现代资本市场对外开放步迈向新阶段的重要举措。回顾中国资本市场开放的发展历程,基本形塑了资本市场开放的三大层次结构⑦:(1)“引进式”开放,表现为降低准入门槛、减少行业限制等利用外资的“引资型”开放;(2)“走出式”开放,表现为资本市场互联互通、投融资跨境双向流通、纳入国际指数等“外向型”开放;(3)“引领式”开放,表现为利用国际国内两个市场、国内法与国际法两套规则且着眼于未来新经济模式的“制度型”开放。引进式开放与走出式开放都是集中于要素流通的“门槛式开放”,而引领式开放则属于现阶段的制度型开放。制度型开放并非是对流动型开放的舍弃:在宏观层面,资本市场制度型开放以体系化的制度设计为核心;在微观层面,制度型开放的结构依旧是以资本市场要素为着力点,表现为以基础设施互联互通为代表的“市场开放”,以投融资主体为代表的“主体开放”,以 ETF 等创新融资工具为代表的“产品开放”以及以沪深港通、沪伦通

---

① 《习近平在省部级主要领导干部学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班上的讲话》,《人民日报》2016 年 5 月 10 日第 2 版。

② 刘彬、刘伟光:《制度型开放:中国参与全球经济治理的制度路径》,《国际论坛》2022 年第 1 期,第 63 页。

③ 东艳:《制度摩擦、协调与制度型开放》,《华南师范大学学报(社会科学版)》2019 年第 2 期,第 80 页。

④ K. Suzuki, *Emerging Risks in a World of Heterogeneity*, Springer, 2018, pp.87-106.

⑤ 习近平:《坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化》,《求是》2020 年第 1 期,第 4 页。

⑥ 聂新伟:《制度型开放:历史逻辑、理论逻辑与实践逻辑》,《财经智库》2021 年第 2 期,第 93—124 页。

⑦ 胡汝银、廖士光、邓斌:《中国资本市场演进的基本逻辑与路径》,上海:格致出版社 2018 年版,第 29—41 页。

等为代表的“通道开放”①。

二、资本市场制度型开放的内在特征与运行机理

如果说过去三十多年里中国资本市场开放的基本逻辑是“以开放促改革”,那么制度型开放的基本逻辑便是“改革即是开放,开放即是改革”:一方面,制度型开放需要学习借鉴国际最佳实践,从而构建高水平的国内规则,底层逻辑依旧是“以开放促改革”;另一方面,为实现与国际最佳实践的有效对接,最根本的是构建能够与国际通行规则相兼容的国内规则,底层逻辑是“以改革促开放”。在制度型开放中,“改革”与“开放”互为因果、互为目的与手段。事实上,就过去我国资本市场流动型开放实践而言,其并非完全不涉及制度规则的构建,相反,我国在建立 QFII 和 RQFII 制度,在进行资本市场互联互通的过程中,基本都遵循“法律制度先行,开放项目跟进”的基本模式,基本都实现了开放过程的“有据可依”。既如此,为何此阶段不能被称之为制度型开放? 除了此种开放是碎片化的项目型开放之外,更重要的原因是,此过程仅在建制度,但并没有进一步思考该制度是否有效,制度为什么以及如何强化其他制度的运作,即并没有深入思考资本市场开放与发展的制度基础。但是在新的发展阶段,我国资本市场面临新的挑战,经济下行压力增大,仅依靠小规模、零散化的规则制定,难以带动我国资本市场的继续发展。因此,需要更高水平的制度型开放。据此,我们可以将“资本市场制度型开放”理解为:以资本市场各参与者通常会遵循的、多层面的正式或非正式规则为基础,更加注重构建引领最佳实践的国内资本市场规则,对标域外成熟资本市场最佳实践,并旨在解释制度何以促进资本市场开放发展并产生制度比较优势的一种全新的资本市场对外开放模式。这种新型的资本市场开放模式蕴涵着其独特的特质和运行机理。

(一)资本市场制度型开放的基础性特征

制度型开放无疑是聚焦规则与制度层面的开放,但如果仅停留于此,尚不足以深刻揭示和准确把握资本市场制度型开放的本质,也就无从准确理解资本市场制度型开放的运行机理。为此,我们首先需要对资本市场制度型开放的基础性特征有充分的认知。

资本市场制度型开放是着眼于制度基础的对外开放。资本市场制度型开放的核心在于通过法律制度体系的构建和完善,实现更具稳定性、更具规范性、更具预期性的开放效能。正因如此,单纯的政策设计无法取代确定性的制度设计。但资本市场制度型开放并非仅仅着眼于简单制度的构建,而是建立在对制度的全面理解和高度认同的基础之上的,是对制度为何产生优势、这些产生优势的制度由什么构成,以及制度之间如何形成互补关系等进行全面的反思进而形成社会性共识的制度体系。

按照诺斯教授(North)的理解,“制度”为参与者一般都会遵循的一套正式或非正式规则。② 制度经济学者认为,维护系统稳定性的制度具有四个层次的结构,即行为层面的制度、信念层面的制度、价值层面的制度与认知层面的制度。③ 就法律而言,其不仅是一种工具和手段,更是一种精神、观念和文化。现代化的法律,不仅是法律制度的现代化,更是法治观念和文化的现代化。三十余年来,我国资本市场的法律体系建设取得了长足进步,以证券法、公司法、证券投资基金法、期货和衍生品法等法律为核心,以刑法、企业破产法等法律为支撑,以行政法规、司法解释、部门规章、规范性文件为主干,以证券期货交

---

① 肖钢:《中国资本市场变革》,北京:中信出版社 2020 年版,第 283—324 页。

② North, Douglass, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, 1991, p.3.

③ 如果制度仅是行为层面的规则,那么制度很容易被立法或政府指令强行改变。但通常而言整体性制度安排具有稳定性和持久性,因为制度是参与人重复博弈之下的共有信念系统,涉及信念层面、价值层面和认知层面的隐性规则塑造,因此通常是稳固和耐久的。参见青木昌彦:《比较制度分析》,周黎安译,上海:上海远东出版社 2001 年版,第 5—11、236—238 页。

易场所、登记结算公司、行业协会自律规则为配套的金字塔式的资本市场规则层级体系构架已经初步形成,但决定资本市场法治成效、法治水平的法律意识、法律文化等深层次问题,却并没有伴随着法律体系的形成、法律制度的完善而得到完全解决,相当程度上影响了法律规范的功效。为此,资本市场制度型开放首先是资本市场开放法治理念和法治文化的打造,是社会上下凝聚法治共识的过程,是关乎资本市场开放基础的工程。

资本市场制度型开放的基础性首先意味着规则形式的丰富性和多样性。规则意识是法治文化锻造的基础,对规则的自觉遵从是法治良好运行的根基。在“国家中心主义”时代,“法是主权者的命令”,法的强制力由国家垄断,立法者通过直接使用暴力或者强硬管制的方式,使法律得以实施或者遵从。然而,真正的法治是“法需要得到公众发自内心的尊重和认同”。在法效力的实现与国家强制力之间是一种或然的而非必然的关系。就法效力的实现而言,国家强制力可以保障法的实施,基于社会共同体或者政治组织的隐性压力也可以促成主体的遵守,因义务主体自身认可而自愿服从或者运用指导、激励等非强制性方式同样也能促使主体的遵从。在人类社会从国家管制模式向公共治理模式转变的当下,资本市场制度型开放中的制度,除了依靠国家强制力保障实施的正式规则之外,那些在制度设计上不具有法律约束力,但在实践中建立在利益驱动、沟通协商、声誉压力等机制之上能产生一定效果并以自愿遵守为基础的非正式规则(软法),更能容易激发市场主体的认同,更容易推动规则意识的形成,因此也应纳入到制度规则的范畴之中。

资本市场制度型开放的基础性同时意味着政府监管和规制方式、手段的法治化。法律贵在执行,崇法守信、规范透明、开放包容的良好资本市场生态是资本市场对外开放的基础。制度型开放的关键是要将纸面上的法经由执法变成行动中的法,管理和规制的法治化是制度型开放中的重要环节,政府监管和市场规制变革则是实现资本市场高水平对外开放、促进国内国际双循环良性互动发展的关键。为此需要建构与资本市场制度型开放相适应的政府监管和市场规制体制,改进治理方式,提升市场规制的公开度、规制的公平性,实现资本市场规制从“粗放式规制”向“精细化规制”、从“静态规制”向“动态规制”、从“单一政府规制”转向“多元规制治理”的转变。

(二)资本市场制度型开放的整体性特征

资本市场制度型开放的整体性体现为资本市场制度型开放的全面性、制度内涵的延展性和制度建构的周延性三个方面。其一,与要素流动型开放不同,我国资本市场制度型开放并非针对特定主体、特定对象、特定工具、特定区域,而是市场、机构、产品的全方位的制度型开放,具有开放的全面性;其二,从 2018 年年底中央经济工作会议首次提出“制度型开放”的总体要求,到 2019 年年底党的十九届四中全会明确提出“推动规则、规制、管理、标准等制度型开放”,再到 2022 年党的二十大进一步明确“稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放”,我国对外开放不断向制度层面纵深推进,并由规则为主的制度型开放向规则、规制、管理、标准等更宽领域、更深层次拓展,更加注重国内制度层面的系统性全面开放。其三,资本市场制度型开放体现出制度的周延性。这种制度的周延性又主要体现在两个方面:一是与国际规则、惯例的接轨程度,体现国际循环要求;二是本地制度间的相互衔接,体现国内循环要求。为此,需要从体系化的视角关注制度群的互补性,不仅关注国际规则与国内规则的协调,还需强调宏观层面与微观层面的规则互补。

随着我国资本市场双向开放的持续推进,我们已经形成了阶段性的有益经验和制度成果,但也存在着基础法律制度的体系性障碍,不少制度规范还带有应急性、管制性特征,市场主体权利、市场竞争机制、市场组织自律、市场行为诚信等方面的基础性、市场性制度仍不健全,资本市场分割的状况依然存

在①。此外,在资本市场开放的过程中,我们比较重视规则层面的建设,资本市场法律体系日趋完备,但证券监管标准、监管程序、监管方式和规制手段等方面的制度建设并没有跟上,证券执法和司法不规范、不统一、不透明的问题比较突出。因此需要注重国内制度层面的整体性重构和体系化建设,实现制度层面的系统性全面开放。为此,需要在国家金融安全、经济发展的战略层面,以金融健康发展的大视野,加强资本市场法治体系建设的顶层设计,尽快与国际通行资本市场法治制度接轨,不断提升法律法规的完备性、执法的有效性、违法处罚的权威性。

就资本市场监管国际合作而言,我们同样需要以整体主义的视角去看待分化型的世界。由于不同利益的存在,现实中的全球世界是一个"多复合世界"(multiplex world),"碎片化"(fragmentation)已经成为全球化进程中的一个显著特征。这在国际法治领域表现为法律部门、区域性造法活动、国际法主体和实施机制增多,以及多中心治理的生成。作为全球经济治理在国际金融领域的应用和体现,资本市场开放与合作也概莫能外。全球金融治理的"碎片化"表现在制度结构和观念两个方面。在制度结构方面,银行、保险和证券等行业都形成了相对独立的监管亚体系和规则。G20 和 FSB 的一项重点工作便是加强这些不同亚体系间的制度和体制互动,以弥合彼此之间的监管冲突和漏洞,但制度惯性和既得利益使合作和融合十分困难,而以 G20 和 FSB 为核心的、不具法律约束力的规则体系尚无法克服这些困难。在对场外衍生品交易监管中,全球金融监管的碎片化导致的合作失败就是例证。在观念方面,全球金融治理的行为主体尤其是主要大国之间存在严重冲突,主权国家之间的博弈乃至对抗的态势越来越明显。② 面对碎片化的全球金融治理,一方面,我们要以主动求变代替被动逼变,另一方面,需要有意识地整合国际资源,以灵活的合作机制调动合作各方能动性,优化资本市场多边合作格局,在区域层面"创新"和"补充"全球机制的未尽功能。同时,秉持共商、共建、共享的"命运共同体"意识,遵循"金融秩序稳定"与"发展利益共享"并举的理念,支持国际权威机构强化稳定基本秩序,确保落实真正的多边主义,推动改变全球金融治理准则与标准的分配效应,使包括中国在内的新兴市场国家成为全球金融治理的主动参与者和实际受益者,而非被动参与的"被治理者"和最大受害者,推动构建公平公正的法治化合作环境。

(三)资本市场制度型开放的确定性特征

资本市场制度型开放的本质是通过稳定的制度确保资本市场对外开放的有序推进,它是于法律层面具有稳定预期的对外开放,具备确定性的特征。以特殊政策为基本形态的对外开放构成了中国政策型开放的历史发展阶段,这一阶段是中国走向建设开放型市场经济的必经阶段。但政策型开放具有非普遍性、变动性、不透明性以及不一致性等特征,制度型开放战略的提出,就是旨在改变我国资本市场"重政策设计、轻制度建设"的传统,以此确保开放过程的稳定性、确定性与可持续性。

在这个世界上,大概除了历史之外,对于现实和未来而言,确定性是短暂的,而不确定性是持续的、永生的,我们无法彻底消除不确定性,而只能通过一定的方式、手段,降低不确定性,增加确定性。制度就是降低不确定性、增加确定性最重要的方法和手段。近年来,贸易保护主义、单边主义抬头,再加上疫情冲击和中美贸易摩擦,以及新近发生的俄乌冲突,都对全球经济产生了重要影响,全球经济的不确定性持续增强。在世界格局快速变化的当下,对海外资本而言,其真正关心的不是资本准入门槛的高低而是资本市场对外政策的稳定性。由于前段时间监管政策涉及境外上市企业,我国国内市场上也有一种担心,忧虑未来中国企业赴境外上市的政策是否存在变数。毫无疑问,对政策的信心是降低不确定性的关键,而制度则以其确定性来应对不确定性。

---

① 如中央证券存管、中央对手方、交易数据库等我国债券市场的基础设施在运行和管理过程中存在监管分散、制度空白等问题。

② 李俊久:《全球金融治理:演进动力、内在缺陷与变革逻辑》,《社会科学》2022 年第 5 期,第 120—132 页。

(四)资本市场制度型开放的内生性特征

资本市场制度型开放是注重境内改革的对外开放,具有内向性的特征。制度型开放与商品、要素等流动型开放的区别在于从“边境外”规则到“边境内”规则的转向,是一种“边境后开放”,要求国内基本制度框架和行政管理体系要与高标准全球经贸规则相衔接、相协调、相兼容,推动从要素流动开放向规则制度开放转变,是从以往“边境开放”向“境内开放”的拓展、延伸和深化,是中国制度的自我变革。① 制度型开放对“边境后规则”建设的强调,彰显了党中央“以高水平开放促进深层次改革推动高质量发展”和“以深层次改革畅通高水平开放之路”的坚定决心。资本市场制度型开放同样是一种以加强自身市场化法治化建设的“向内而生,由内而外”的内向性开放。

纵观世界主要经济体的资本市场国际化进程,均经历了由低级到高级、由局部到整体的发展过程。在资本市场发展的早期阶段,各国往往会基于自身的发展需要,独立自主地制定资本市场对外开放的制度规则;但伴随着经济的全面发展与资本市场国际化的强烈需求,各主要经济体开始强调提升自身资本市场制度体系同其他国家制度体系的相容性与协调性,制度型开放成为普遍选择。但域外资本市场开放的经验和教训告诉我们,欧美等成熟资本市场的对外开放依旧采用的是渐进式的开放,而且开放的举措主要集中在夯实本国资本市场规则,而不是急于从表面上解除资本管制,是一种“内生型”的开放;而拉美、东南亚国家之所以以失败告终,主要原因在于忽视了国内改革,失去了稳定的国内规则支撑的对外开放,最终沦为游资进行投机的场所。② 资本市场制度型开放的本质是构建开放型经济新体制,应当是一种内向型而非外向型的开放,开放的关键不在于放开边境管制,而在于夯实边境后规则,核心是坚持市场化改革方向。

(五)资本市场制度型开放的前瞻性和引领性特征

资本市场制度型开放是着眼未来经济形态的对外开放,具有前瞻性和引领性的特征。制度型开放是中国推进高水平开放和高质量发展的必由之路,旨在以更高水平外循环助力新发展格局,提升要素优化配置水平,实现由要素驱动向创新驱动的发展模式转变,营造有利于创新发展和开放发展的制度环境。资本市场制度型开放就是要立足全球资本市场,通过对标国际通行标准,推动国内规则、规制等制度的改革和创新,重塑中国资本市场的市场优势、制度优势,进而形成与全球规则机制相衔接的制度体系,不断吸引和集聚技术、知识、信息和人力资本等高端性和创新性生产要素,促使我国在更高层次上参与全球竞争,助推经济发展由“要素驱动型”向“创新驱动型”方向发展。为此,应从有效推动中国经济发展、构建自主创新经济体系的高度去谋划资本市场的发展路径,坚持秉承国际视野,主动对标国际通行规则,并结合中国现有的市场经济发展情况以及本土规制需求,对法律规则和制度进行改革和创新,通过制度创新激发开放型经济活力,尤其是要重点加大对科技创新企业的扶持力度,增强新业态、新模式的制度供给力度,以高水平、高标准的制度供给,为开放型经济高质量发展以及国内国际双循环新发

---

① 聂新伟、薛钦源:《中国制度型开放水平的测度评价及政策优化》,《区域经济评论》2022 年第 4 期,第 102 页。

② 以美国为例,其虽为直接全面开放资本市场的典型代表,但在资本市场发展早期,美国依旧十分保守,其首要措施依旧是解除内部限制,夯实本国证券市场根基。在金融全球化和资本市场国际化浪潮的席卷之下,拉美、东南亚等国家和地区亦开放了本国资本市场。但遗憾的是,这些国家并没有获得欧美、日本等发达国家资本市场开放的红利,而是在开放后几年内产生了金融危机。主要原因在于:(1)资本市场开放的重心集中在“边境规则”,忽视了更为重要的“边境后规则”。墨西哥、泰国政府急于对外开放,都将注意力集中在放松资本管制,却忽视了国内经济改革的同步推进,使得资本市场开放失去了稳定的根基;(2)对外资的识别、监督与管理不当。在开放资本市场之后,上述国家所吸引的外资普遍以短期投机性资本为主,大量游资进入投机领域,催生泡沫经济。由于缺乏对短期投机资本的有效识别与监管,急于取消外汇管制,使得开放的资本市场暴露在国际游资的冲击之下,滋生了大量的金融风险。参见王擎:《资本市场开发与金融安全》,北京:中国金融出版社 2011 年版,第 56—58 页。

展格局创造良好的环境。

通过上述资本市场制度型开放内在特征的分析,我们不难发现,资本市场制度型开放作为一种崭新的开放机制,以市场化和法治化的深度融合,贯通了国内市场与国际市场,激活了国内资源与全球资源,形成了我国资本市场高水平开放的内在逻辑和运行机理,即:以高水平开放为目标,以市场改革为前提,以制度建设为支撑,以国内规则与国际规则的深度对接为抓手,以边境规则向边境后规则延伸为关键,以创新驱动、前瞻引领为动力,以前瞻性思考、全局性谋划、整体性布局、重点性突破为推进策略,通过不同因素的相互作用,最终形成高水平的资本市场开放新格局。

三、资本市场制度型开放的法治化进路

承前所述,资本市场制度型开放有别于传统开放模式,有其自身的市场化运行规律和法治化逻辑,需要我们进行前瞻性思考、全局性谋划、整体性布局、重点性突破和稳步推进。

(一)资本市场制度型开放的基本原则

市场化、法治化是资本市场的基石。只有将市场能解决的问题交给市场解决,同时强化监管、严打违规,净化市场生态,才能建成规范、透明、开放、有活力、有韧性和有竞争力的资本市场。在推进资本市场制度型开放的过程中,首先必须坚持用改革的思路和办法来破解资本市场体制机制性障碍,坚定不移地深化资本市场改革,正确处理政府和市场之间关系。要以全面注册制改革为牵引,健全市场化的证券发行、上市、交易规则,改进监管体制,完善市场化退市机制和市场化自我稳定机制,强化信息披露和信用制度建设,建立市场化法治化债券违约处置机制,充分发挥资本市场的价值发现和资源配置功能,彻底破除市场运行中的非市场因素,提振投资者的信心,增强市场流动性和对海外投资者的吸引力。

法治化是资本市场制度型的内在要求。这里的法治化包含着规则、规制、监管和标准等的法治化,贯穿于立法、执法、司法等各个环节。就规则和标准层面而言,要及时填补立法空白,扫除制约资本市场发展的各种制度障碍,建立更加科学完备的资本市场规范体系,推动国内规则、标准与国际规则、标准的深层次对接,以解决“边境”制度和“边境后”制度之间存在的不协调问题为重点,充分实现市场在资源配置中发挥决定性作用;就规制和监管层面而言,就是要实现监管执法的标准化法治化,要明确监管边界,完善监管标准,优化监管流程,改进监管方式,建立更加公开透明的监管规则和标准,推动证券执法司法透明化、规范化,提升证券执法司法的公信力,打造崇法守信、规范透明、开放包容的良好资本市场生态,通过法治型塑高水平的资本市场制度型开放,其重心核心是要更加主动对标对接国际先进规则、规制、管理、标准等,加快形成与国际接轨、规范透明制度体系和监管模式的开放。

(二)资本市场制度型开放的双重面向

我国资本市场的开放策略定位为“双向开放”,既包括我国资本市场对外开放,吸引境外资本和境外机构进入我国资本市场,也包括资本市场对内开放,鼓励和支持境内资本和机构走出国门充分利用境外资本市场,两者具有一定的差异性,在制度需求上也并不完全一致。引进来意味着放宽境外主体、资本的准入限制,畅通投融资渠道,提升我国资本市场的吸引力。走出去意味着需加强与境外市场的联系交流,畅通我国市场主体利用境外资本市场获取投融资的渠道,增强我国证券期货经营机构、融资主体和投资者的国际竞争力。引进来和走出去是资本市场开放的鸟之两翼、车之双轮,共同构成了资本市场开放的体系结构,两者不可偏废。资本双向开放依托于境内外资本市场的互联互通,实现跨境资本市场活动的便利化,是我国资本市场高质量发展的重要支撑。我国资本市场制度型开放,就是要通过法律制度体系的构建和优化,为资本市场双向开放创造便利友好的制度环境,降低跨境投融资活动和跨境资本流动的制度成本。因此,在构建制度型开放的制度体系时,既要考虑如何优化制度设计,提升我国资本市场对境外资本的吸引力,真正将海量境外资本、优质外国上市公司资源引进我国资本市场,同时也要考虑为我国资本市场发展壮大提供制度供给,培育和推动境内市场经营机构走出国门参与全球竞争,支

持和鼓励我国企业利用境外资本市场融资,从而真正实现我国资本市场的高质量发展,服务我国实体经济转型升级。

(三)资本市场制度型开放的三大协调机制

我国资本市场制度型开放涉及多方面制度需求。制度建设是一项系统工程,其中既需要针对资本市场双向开放本身的体制机制问题优化制度设计,也需要考虑资本市场开放所产生的风险因素并完善风险防控制度,此外还需要回应资本市场双向开放中因跨境因素所带来的国际合作需求。因此我国资本市场制度型开放的制度体系构建需要涵盖三大场域的内容,着力锻造三重机制:(1)资本市场开放创新机制,即纯粹从资本市场开放的市场结构与运行机制角度,围绕跨境融资工具、跨境融资主体、跨境投资主体、跨境资本流动、资本市场基础设施等关键要素在跨境资本市场活动中的角色和地位,按照便利化和开放性的要求明确制度需求,并进行有针对性的制度设计,推动资本市场开放机制的创新;(2)资本市场开放风险防控保障机制,即客观准确地识别资本市场双向开放中可能产生的金融风险、政治风险、数据风险、技术风险,同时系统性地把握境内境外两个市场互动交流过程中风险联动以及政治、经济、社会、文化、技术等风险向资本市场的跨领域传导,按照发展与安全并重的要求建立风险防控制度;(3)资本市场开放中的国际合作协调机制,即围绕双向开放过程中涉及的国际合作的领域、方式和需求,在跨境监管合作、争议解决和司法协作、与成熟市场和新兴市场交流互鉴以及参与资本市场全球治理等方面进行制度构建与协调。资本市场开放创新机制、风险防控机制以及国际合作协调机制将成为我国资本市场制度型开放的三大支柱,支撑起我国资本市场制度性开放的新高地。

(四)资本市场制度型开放的四组关系

资本市场制度性开放不仅涉及机构、产品、服务、基础设施的开放,涉及国内国际两大市场,还会面临市场深化等攻坚克难的诸多难题,涉及观念、体制等多方面的转变,是一项非常复杂的系统工程,具有长期性、复杂性、艰巨性,需要处理各种各样的关系和矛盾。其中最为重要的是协调处理好如下四组关系:(1)国际规则与国内规则的关系。要正确认识资本市场开放的跨境因素所带来的境内外规则的冲突与适配问题,既要合理看待制度差异并探索境内外制度协调的创新机制,又要适时推进国际规则本土化并探索境内外制度趋同的整体方案,在有机协调国际国内两种规则的基础上破除制度差异所导致的开放障碍;(2)对外开放与稳定发展的关系。要充分认识和坚持我国资本市场对外开放的立场、路线和意义,坚定不移地推进我国资本市场的制度型开放进程,与此同时也要充分全面地监测和防控资本市场开放所带来的各类风险,在不断深化开放的过程中确保我国资本市场安全、稳定、健康发展;(3)本土实际与境外经验的关系。要正确认识我国在资本市场全球竞争中的客观地位和特殊环境,坚持“四个自信”,在充分考虑我国资本市场发展阶段、社会主义本质、功能定位等本土实际的基础上,合理借鉴境外成熟资本市场的有益经验,避免盲目制度移植下的水土不服以及自主性的丧失;(4)市场需求与制度供给的关系。要充分把握资本市场开放运行的市场机制和客观规律,并结合制度型开放中现实存在的问题和障碍精准定位制度需求,继而有针对性地完成制度设计优化和法律体系完善,为资本市场开放提供科学有效的制度供给。

(五)资本市场制度型开放的五大要素

基础设施、主体、工具、资本和制度这五类要素构成了资本市场制度型开放的核心要素。其一,基础设施是资本市场的底层架构,资本市场双向开放建立在交易场所、支付清算系统、登记结算系统等基础设施互联互通的基础之上,如何打通境内境外基础设施,构建低成本、高效率、便利化的跨境资本流动与交易的基础设施体系,是我国资本市场制度型开放的前提。其二,融资主体、投资主体、经营主体等资本市场活动参与者,是资本市场的有机组成部分。推动境内企业境外上市融资、吸引境外企业到境内融资、鼓励境外机构投资者投资境内市场、扶持境内证券期货经营机构出海、规范境内外中介机构为跨境投融资提供专业服务,能够丰富和拓展我国资本市场的主体结构,是我国资本市场制度型开放的重要力

量。其三,资本市场中的金融工具包括了股权型工具、债权型工具、股债融合型工具、基金工具以及沪港通、债券通、互换通等创新工具,是资本市场的交易对象。通过跨境融资工具和交易品种的创新,丰富和拓展跨境融资的产品类型和通道,合理设置产品法律结构、发行条件和监管规范,可以为资本跨境流动和集聚提供更加高效多元的路径选择,是我国资本市场制度型开放关键抓手。其四,资本作为重要的生产要素,是资本市场开放运行的目标指向。资本的跨境流动与集聚需要调整资本管制制度,包括资本项目双向开放、资本管制的放松调适、外汇管理制度的整体优化,减少资本双向流动中的制度障碍,是我国资本市场制度型开放的动力源泉。其五,制度是资本市场开放运行的规范框架,市场、机构和产品的全方位开放需要高质量的法律制度,既要求低成本、可预期的制度体系保障开放,又需要能促进资源优化配置的制度体系推动开放,通过法律制度体系的系统性重构和有效运行为我国资本市场开放做好制度供给。这是资本市场制度型开放的根本依托,也是资本市场制度型开放成败的关键所在。

结　语

制度型开放是中国全面对外开放的法治化表达。作为改革开放的产物,中国资本市场改革与开放同步,在改革和开放中壮大。在经历了数十年的艰辛探索,目前正在经历由管道式、单点式的局部开放向制度型、系统性开放转变,进入到制度型开放的崭新阶段。高水平制度型开放有助于优化资本市场投资者结构,提高市场资源配置效率,推动资本市场的高质量发展。作为高水平开放的新起点,资本市场制度型开放有其特定内涵和本质特征,市场化是其底层逻辑,法治化则是其内在需求。俗话说,“不谋全局者不足以谋一域,不谋万事者不足以谋一时”。法治的顶层设计和高位谋划,是建设更高水平开放型经济新体制的客观要求,是实现资本市场高水平开放的必由之路,是助推资本市场高质量发展的重要抓手,必须从全局出发,厘清资本市场制度型开放的法理逻辑,筑牢法治中国制度基石,确保资本市场制度型开放蹄疾步稳、纵深推进,谱写资本市场开放的新篇章。

The Intrinsic Mechanism of the Institutional Opening-up of Capital Market and its Adaptation to Law-based Governance

Feng Guo

(*School of Law*, *Wuhan University*, *Wuhan* 430072, *China*)

Abstract: China's capital market is undergoing a systematic change from a pipelined, single-point local opening-up to an institutional opening-up with regard to rules, regulations, management and standards. The institutional opening-up of capital market is intrinsically characterized with fundamentality, integrity, certainty, endogeny, foresightedness and guidance, thus determining its market-oriented and law-based operational logic. Therefore, we should adhere to the market-oriented guidance, and follow the principles of law-based governance. Based on the two-fold "bring in" and "go global" orientations, we should establish such three mechanisms as the opening-up and innovation of capital market, the prevention and control of risks, and the international cooperation and coordination. We should coordinate the relationships between international rules and domestic rules, opening-up and stable development, local practice and overseas experience, and market demand and institutional supply. We should steadily promote the all-round opening-up of such five major elements as infrastructure, subject, instrument, capital and institution. In this way, we can construct and shape a high-quality institutional opening-up of capital market through law-based governance.

Key words: capital market; institutional opening-up; path of law-based governance

(责任编辑　郭昌盛)